

宏观点评 20240517

4月经济：地产“变调”的线索

2024年05月17日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国4月通胀如何影响降息演绎》

2024-05-16

《拜登加征关税的“醉翁之意”》

2024-05-14

■ 4月经济数据描绘了一幅怎样的经济图景？生产强、出口稳、消费软，但核心矛盾还在地产。从量上来看，4月工业增加值同比增速为历史同期最快（剔除较为特殊的2020年），出口也随着全球制造业修复进入回暖通道；从价上来看，消费、工业品涨价偏弱，同时出口也在“以价换量”。而房地产新开工面积同比继续下降，同时统计局70城二手房价同比全数下跌已持续第四个月。

虽然解决房地产的下行并非朝夕之功，但就政策应对而言，当前显然已进入到一个更刻不容缓的阶段。正如4月政治局会议所预见的，随着拜登政府颁布新一轮对华关税，“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”，越是外部不确定，就越是需要国内防风险和稳经济。

央行在中午的快速出手（取消住房商贷利率下限，下调公积金贷款利率、降低首付比）已经印证了“稳地产”的紧迫性，且近期各地住房“以旧换新”、限购放开的种种迹象已经表明中央层面的政府收储“呼之欲出”。不过从各地“试点”的情况来看，政策大多是房企代售和旧房换购，而政府收储从出资的规模、可盈利性以及央地协调的角度来看，其具体细节有不少仍待商榷。4月经济数据具体来看：

■ **工业：科技与出口“勾勒”出工业生产加速的“模样”。**若剔除掉情况特殊的2020年，今年4月环比增速为0.97%的工业增加值为历史同期最快。是什么因素促使4月工业生产再提速？我们认为科技和出口仍是绕不开的两个话题。

科技方面，4月高技术产业工业增加值同比依旧领先于整体。透过细分行业的工业增加值表现来看，依旧是与科技挂钩的行业生产情况“占上风”，包括汽车、计算机电子、通用设备等行业的工业增加值表现都更好一些。**出口方面**，4月工业企业出口交货值同比增速从3月的1.4%跃升至4月的7.3%，形成了工业生产加速的另一有力支撑。

■ **制造业：相较于基建投资的再加速。**正如我们之前的报告所说，今年基建投资的重要性正逐渐被制造业投资所取代，4月的投资同比增速数据再次佐证了这一逻辑。虽然4月制造业投资同比增速较3月略有降温，但其与基建投资同比增速的差值仍在进一步走阔中，证实了制造业的重要性依旧。

同样，在民企信心尚未完全修复的背景下，制造业投资更靠科技政策“充电”。今年以来民间投资相对整体投资同比增速的表现就在持续下滑，因此更靠科技政策为制造业投资“保驾护航”。受4月制造业投资边际略有下滑的影响，4月大部分工业子行业制造业投资表现不如3月，但与科技相关的部分行业（如通用设备、专用设备、交通设备等）较去年同期均有提速。

■ **基建：重要性继续淡化中。**4月广义基建投资同比增速为5.9%（3月为8.6%），再次延续了之前的放缓态势。其中，4月基建投资端降温比较明显的包括了公用事业与水利、环境和公共设施两大板块，相比之下交通仓储板块表现略佳。

财政刺激下的基建，放缓幅度并不会过大。此轮基建投资增速的逐步放缓，地方政府是主因，这是因为前期两种与基建相关的地方性债券（即专项债和城投债）发行规模都较小。不过，有中央政府“加持”的财政刺激政策将在一定程度上对冲基建放缓的幅度——譬如2023年年底的增发国债会在6月底前全部用于项目建设，这也解释了为何近期与基建相关的部分高频指标开始出现边际上行态势；再如2024年的超长期特别国债也于5月开始发行，而超长期特别国债的投向领域也包括基建项目。

■ **地产的调整正经历“分水岭”。**4月地产量价弱企稳：一是4月商品房销售面积同比-22.8%，绝对值处于历史底部；二是房价尚未企稳，4月统

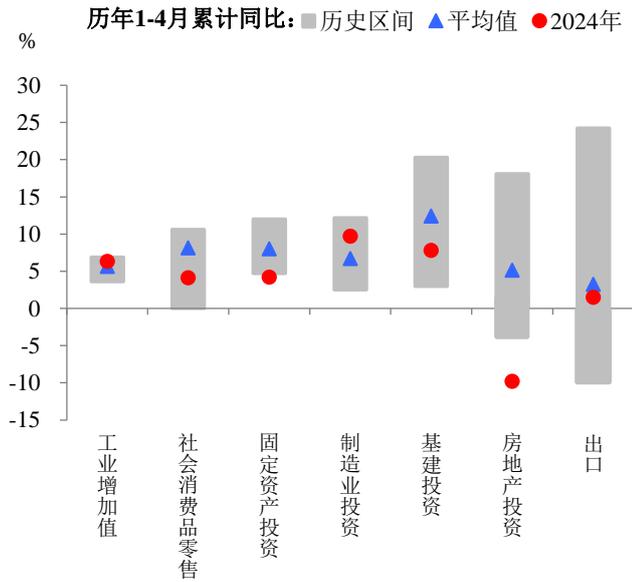
计局 70 城口径下一线城市新房价格环比录得 2014 年以来最低。

这些“不寻常”的数据可能是地产政策在 4 月明显加速的原因，近期“以旧换新”在高线城市加速落地，政策目前以房企代售、旧房换购为主，核心城市的限购也在配合放开。在政治局会议明确住房去库存后，地产政策的“分水岭”已比较清晰，后续的关键在于“钱从哪来”、“多大规模”这些问题的逐一解决。

- **消费离不开“假期叙事”。**即便有亮眼的清明假期消费“成绩单”，但 4 月社零仍低于预期，同比回落至 2.3%。虽然受到去年五一假期的跨月错位影响，但不可否认的是消费整体温和下“假期旺，平日淡”的分化。结构上看，出行是 4 月社零的主要拖累，其中汽车回撤最大，零售额同比降至-5.6%，餐饮收入同比降温至 4.4%，文体商品、首饰及化妆品等可选消费同比增速也有不同程度的回落。

- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

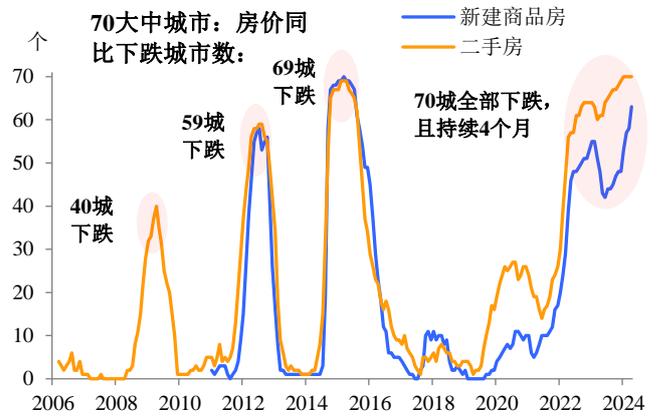
图1: 4月生产强、出口稳、消费软



注：历史区间选择的样本年份为 2015-2023 年（剔除 2020、2021 年）

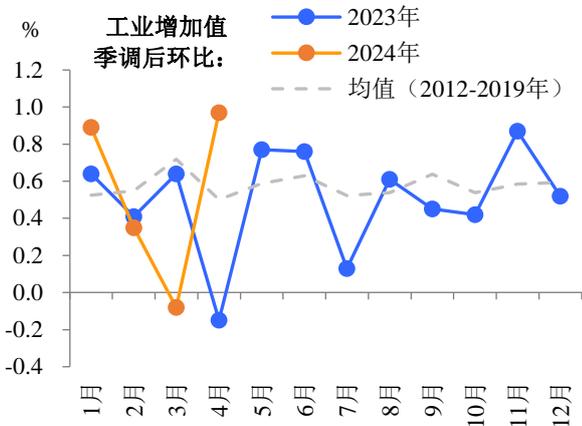
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 统计局口径房价下跌城市数增加



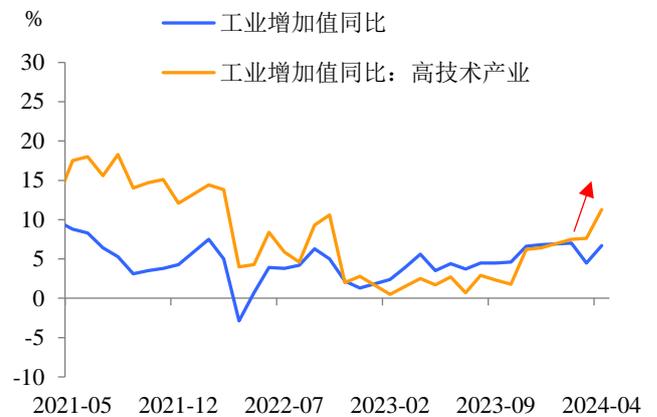
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2024年4月工业增加值季调后环比身处高位



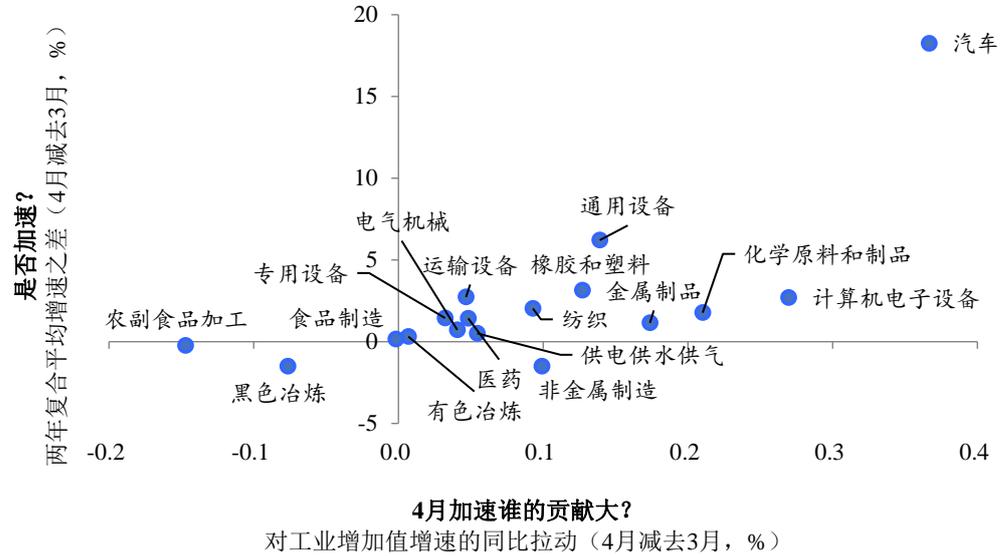
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 高技术产业工业增加值同比依旧领先于整体



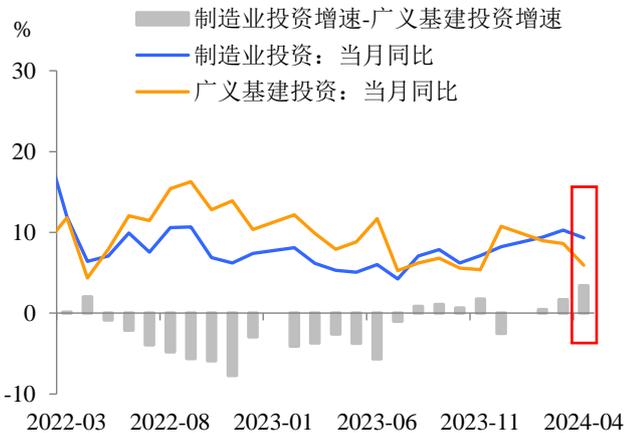
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 与科技挂钩的行业工业增加值表现“更胜一筹”



注：两年复合同比增速是用 2023、2024 年数据进行计算
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 4月制造业投资相较于基建投资再提速



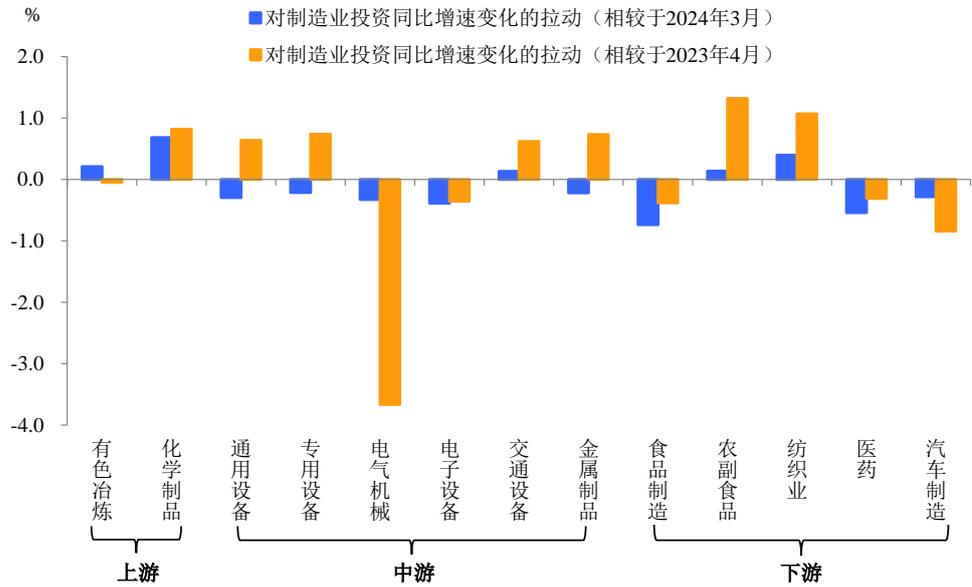
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 制造业民间投资的拐点尚未明确显现



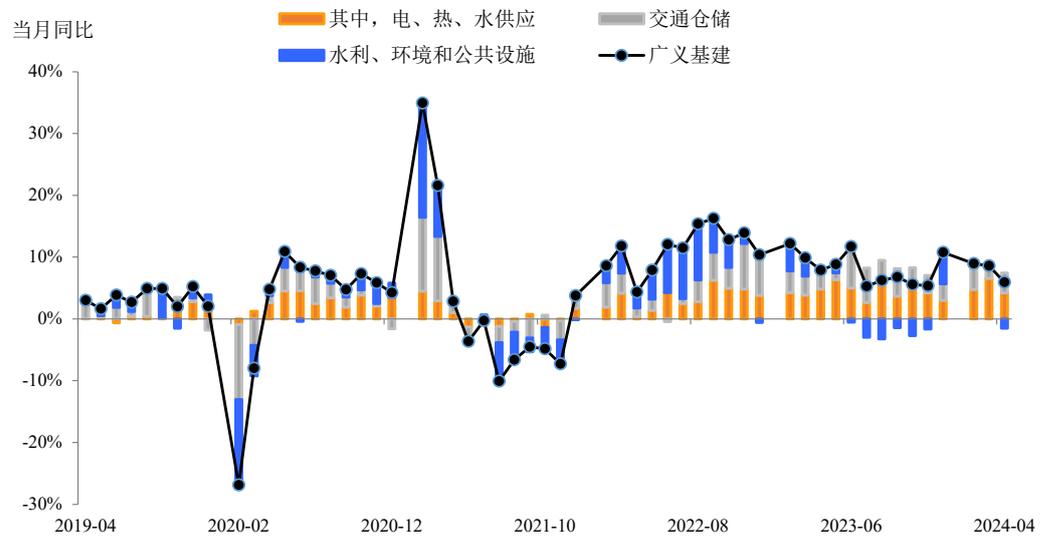
注：4月民间制造业投资的数据尚未公布。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 4月大部分子行业的制造业投资增速发生边际下滑, 但科技相关板块依旧表现不弱



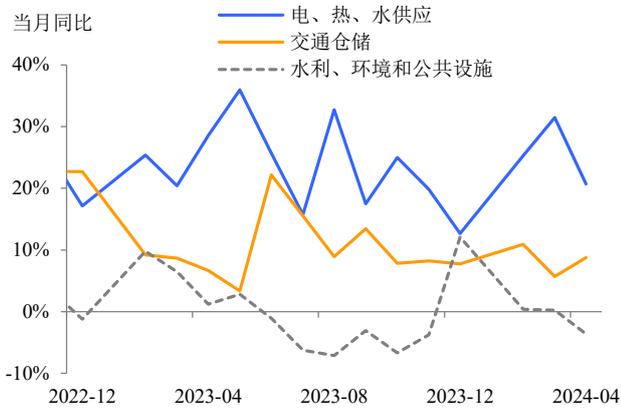
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 4月基建投资同比增速再次延续了前期的放缓态势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 4月基建投资端明显降温的包括公用事业、水利、环境和公共设施板块



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 前期专项债发行偏慢一定程度上解释了当前基建的弱化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 沥青开工率拐点显现



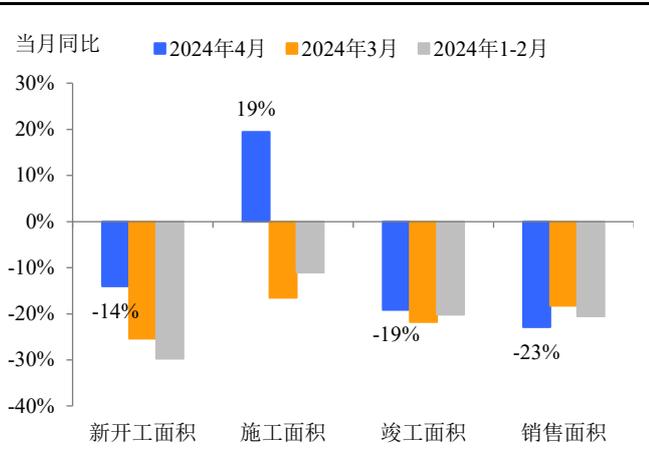
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 磨机运转率也开始小幅上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 4月地产新开工、销售面积仍低迷



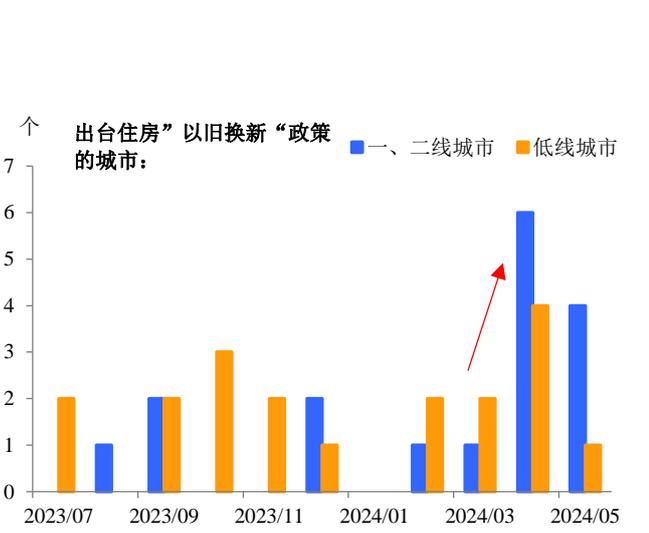
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 4月一线城市新房价格环比降幅为2014年以来最大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

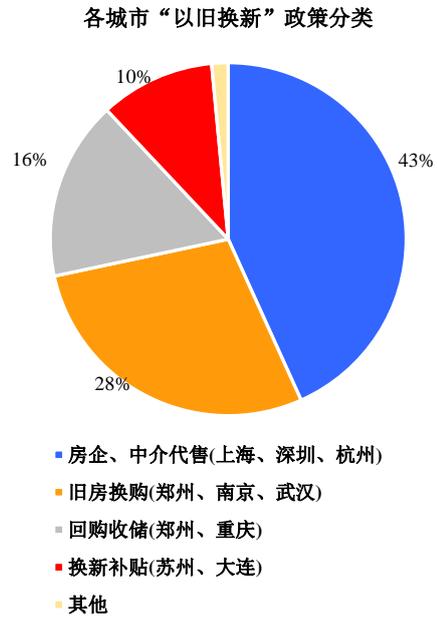
图16: 4月以来,“以旧换新”在高线城市加速落地



注: 数据统计截至 2024/5/15

数据来源: 各地方政府网站, 东吴证券研究所

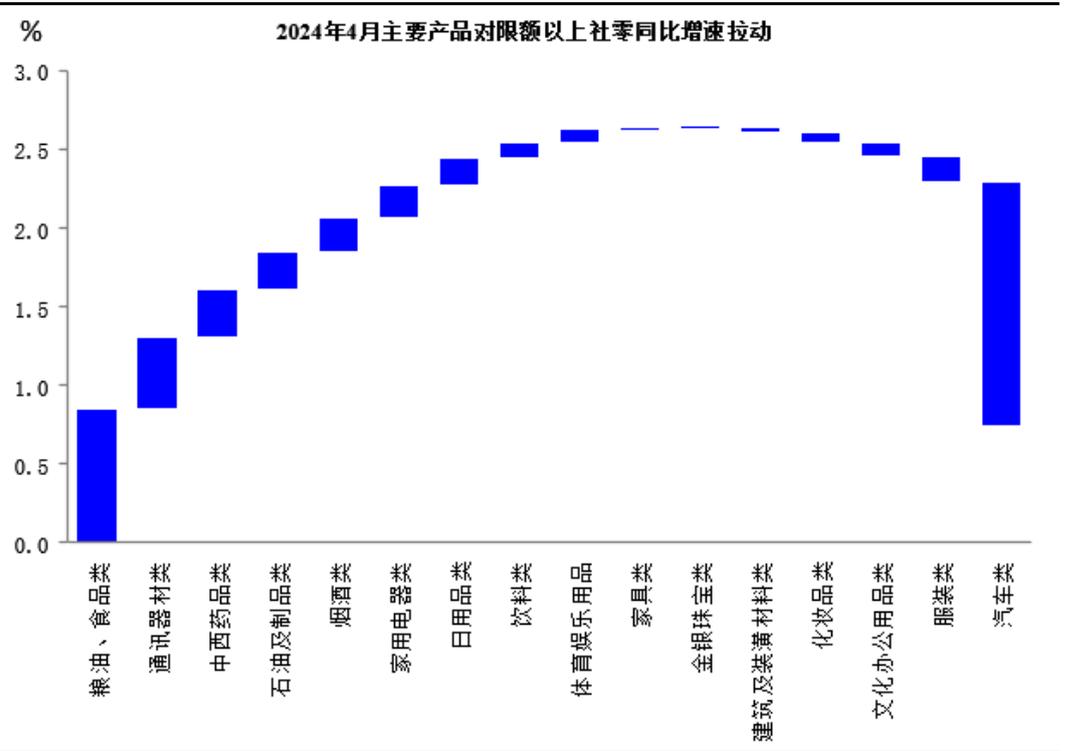
图17: “以旧换新”政策以代售、旧房换购为主



注: 数据统计截至 2024/5/15, 百分比数据代表各类政策占总统计政策的比例

数据来源: 克而瑞, 东吴证券研究所

图18: 4月社零主要产品拉动: 汽车拖累明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>